



Araştırma Makalesi • Research Article

Parasal Aktarım Mekanizmasının Reel Ekonomi Üzerine Etkisi: Uluslararası Kredi Kanalına Yönelik Bir Literatür Araştırması *

Effect on the Real Economy of Monetary Transmission Mechanism: A Literature Research on the International Credit Channel

Deniz Macit ^{a,**}, Özlem Durgun ^b

^a Dr., İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, 34119, İstanbul/Türkiye.
ORCID: 0000-0002-7439-7202

^b Doç. Dr., İstanbul Üniversitesi, İktisat Fakültesi, İktisat Bölümü, 34126, İstanbul/Türkiye.
ORCID: 0000-0003-1404-0225

MAKALE BİLGİSİ

Makale Geçmişi:

Başvuru tarihi: 10 Aralık 2018

Düzeltilme tarihi: 07 Mart 2019

Kabul tarihi: 15 Mart 2019

Anahtar Kelimeler:

Para Politikası

Aktarım Mekanizması

Uluslararası Kredi Kanalı

ARTICLE INFO

Article history:

Received December 10, 2018

Received in revised form March 7, 2019

Accepted March 15, 2019

Keywords:

Monetary Policy

Transmission Mechanism

International Credit Channel

ÖZ

Merkez bankalarının para politikasındaki değişikliklerinin reel ekonomik değişkenler üzerindeki etkilerini açıklamaya çalışan parasal aktarım mekanizması, parasal otoritenin para politikası kararlarındaki değişimlerin enflasyon ve toplam hâsılayı etkileme sürecini açıklamaya çalışmaktadır. Bu çalışma, para politikası aktarım mekanizmasında yer alan kredi kanalının reel ekonomi üzerindeki önemini vurgulamayı amaçlamaktadır. Çalışmada, ağırlıklı olarak parasal aktarımda uluslararası kredi kanalına yönelik bakış açısı, metodolojik yönler ve literatürdeki çalışmaların sonuçları arasındaki karşılaştırmalı analize dayalı niteliksel bir yaklaşım kullanılmaktadır. Literatürün incelenmesinden elde edilen ana bulgular şöyledir: para politikası kararlarının reel ekonomi üzerindeki etkisi, ekonomik ve finansal kriz koşullarında bile önemlidir ve uluslararası kredi görünümü pek çok araştırma tarafından güçlü bir şekilde desteklenmektedir. ABD bazında yapılan çalışmalar Avrupa ülkelerine kıyasla uluslararası kredi kanalının daha etkin işlediğini ortaya koymaktadır.

ABSTRACT

The monetary transmission mechanism that attempts to explain the effects of the central bank's monetary policy changes on real economic variables; the changes in the monetary policy decisions of the monetary policy are explaining the process of influencing inflation and total output. This study aimed to emphasize the importance of the credit channel in the monetary policy transfer mechanism over the real economy. In the study, a qualitative approach based on comparative analysis between the outlook of the international credit channel, the methodological aspects and the results of the literature studies in monetary transmission was used. The main findings from the study of the literature are as follows; the impact of monetary policy decisions on the real economy is important even in the context of economic and financial crises and the appearance of international credit is strongly supported by many studies. Studies conducted on the basis of the US show that the international credit channel operates more effectively than the studies on European countries.

1. Giriş

Temel ekonomi politikası amaçlarını gerçekleştirebilmek için merkez bankaları çeşitli para politikası araçlarını kullanmaktadırlar. Bunların kullanımına yönelik olarak aldıkları kararlar da parasal aktarım mekanizması aracılığı ile reel ekonomik aktivite üzerinde etkiler meydana

getirmektedir. Parasal aktarım, para arzındaki değişikliklerin reel ekonomiye olan yansımalarını belirtmektedir. Yani parasal otoritenin para politikasına yönelik aldığı bir karar ve yaptığı bir uygulama değişikliği, çeşitli aktarım kanalları vasıtası ile ekonomik birimlerin tasarruf, tüketim ve yatırımlara yönelik davranışlarını

* Bu çalışma, 2018 yılında İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü tarafından kabul edilen “Bir Para Politikası Kanalı Olarak Uluslararası Kredi Kanalı” adlı Doktora tezinden türetilmiştir.

** Sorumlu yazar/Corresponding author.

e-posta: denizunludeniz@gmail.com

etkileyerek sonuçta toplam talepte ve toplam hâsıla düzeyinde değişimler meydana getirmektedir.

Parasal şokların yani para politikasındaki değişimlerin reel etkileri ve nominal yansımaları yani hâsıla ile enflasyon gibi parametrelere olan etkileri çeşitli aktarım kanalları aracılığıyla gerçekleşmektedir. Politika değişikliklerinin reel ekonomik aktiviteye etkileri; faiz kanalı, varlık fiyatları kanalı, beklentiler kanalı ve kredi kanalı olmak üzere dört temel aktarım kanalı aracılığıyla iletilmektedir. Bu kanallardan biri olan kredi kanalı bu çalışmada uluslararası boyutuyla incelenmektedir. Bu anlamıyla uluslararası kredi kanalı, güçlü bir ekonomiye sahip bir ülkedeki parasal otoritenin uyguladığı politika değişikliklerinin, öteki ülkelerdeki banka kredi arzlarını nasıl etkilediğini açıklayan bir aktarım kanalıdır.

Bu çalışmada, ilk kısımda para politikası aktarım mekanizmasının reel ekonomi üzerindeki etkisine değinilmekte; ikinci kısımda, kredi kanalının makroekonomik düzeyde önemini vurgulanmakta ve konuyla ilgili literatür temelinde, reel ekonomi üzerindeki parasal şokların aktarımı kredi kanalı çerçevesinde ele alınmaktadır; son bölümde araştırma metodolojilerinin bazı yönlerini incelenmekte ve bu konuda yapılan çeşitli çalışmaların ampirik sonuçlarına yer verilmektedir.

2. Parasal Şokların Reel Ekonomi Üzerine Etkisi

Parasal aktarım (yansıma, transformasyon) mekanizması, para arzındaki bir değişimin reel sektörü etkileyinceye kadar geçirdiği süreçleri belirtmektedir (Paya, 2013: 351). Taylor (1995), para politikasının aktarımını "para politikası kararlarının reel GSYİH ve enflasyona aktarıldığı süreç" şeklinde tanımlanmaktadır. Parasal aktarım mekanizması, para politikası kararlarındaki bir değişikliğin reel ekonomik değişkenler üzerindeki etkilerini incelemektedir. Ayrıca fiyat düzeyi ile enflasyona olan etkilerini de ele almaktadır (Taylor, 1995: 11). Aktarım mekanizması iki adımda ifade edilmektedir; ilki para politikası değişimlerinin faiz, döviz kuru, varlık fiyatları gibi finansal piyasa şartlarına aktarımını belirtmektedir. İkincisi ise finansal piyasalardaki değişikliklerin hâsıla ve enflasyon gibi parametreleri nasıl değiştirdiğini belirtmektedir (Çiçek, 2005: 24). Kısacası parasal otoritelerin gerçekleştirdiği uygulamaların reel kesimi etkileyece kadar izlediği yol aktarım mekanizmasını ifade etmektedir.

Global ölçekte toplam hâsılada ve fiyatlar genel düzeyinde, tarihsel süreç içerisinde büyük ve önemli dalgalanmalar meydana gelmiş ve bunlar ekonomideki istikrarsızlıklarla birleşince politika yapıcılar bu dalgalanmalarla baş edebilmek için ne tür politikalar izlemeleri gerektiği konusunda ikilimde kalmışlardır. Merkez bankaları ileriye dönük para politikası kararlarını daha doğru yönlendirebilmek adına uyguladıkları ve uygulayacakları politikaların etkilerini kesin ve tam olarak değerlendirebilme yetisine sahip olmalıdırlar. Bunun için de, parasal aktarım mekanizmalarının etkilerini ve işleyişini tam olarak anlayabilmeleri gerekmektedir. Parasal aktarım

kanalları üzerine yapılan çeşitli araştırmalarda, politika değişimleri karşısında ekonomideki reel etki ve nominal yansımaların sonuçları incelendiğinde, konuyla ilgili ampirik sonuçlar politika yapıcılar için veri kaynağı olarak değerlendirilmektedir. Bundan dolayı da bu tür araştırmaların sonuçları parasal otoritenin uygulayacağı politika değişikliklerinde bir data olarak kullanılmaktadır. Bu bağlamda politika yapıcılar için para politikasında meydana gelecek bir değişikliğin ekonomik aktivite üzerinde hangi kanal ya da kanallar aracılığıyla ne şekilde etkiler meydana getirebileceğini ortaya koyabilmek son derece önemli olmaktadır.

Global bir makroekonomik istikrar sağlanması ve iktisadi değişkenler arasında tahmin edilebilir ilişkilerin ortaya konabilmesi gibi iki temel neden ile 1990-2000 yılları arasında, merkez bankaları analitik bir boyutta kalmıştır. Bu zaman aralığında genel anlamda tüm para politikası yapıcılarının parasal aktarım mekanizmasına yönelik politikaları Yeni Keynesyen model bağlamında açıklanabilmiştir. Merkez bankalarının tek bir amaç ve araç belirlediği durumlarda aktarım mekanizması açık ve net bir çerçevede ortaya konabilmektedir. Fakat bu durum 2008 yılında meydana gelen küresel finans krizi ile birlikte daha komplike bir hale gelmiştir. Para politikası stratejilerinde dönüşümlerin yaşandığı bu krizin ardından parasal otoriteler finansal istikrar, kredilerdeki genişlemeler gibi unsurları dikkate alan yeni yaklaşımlar uygulamaya koymuşlardır. Dolayısıyla krizin ardından artık merkez bankalarınca tek bir amaç ve araç yerine birden fazla aracın aynı anda kullanılmasına yönelik bir yaklaşım benimsenince parasal aktarım mekanizması daha komplike bir hal almış ve farklı aktarım kanalları ortaya çıkmıştır.

Para politikası kavramı, parasal otoritenin belirlediği hedeflere ulaşmak amacıyla benimsedikleri kural ve eylemleri ifade etmektedir (Loayza ve Schmidt-Hebbel, 2002: 1). Para politikası uygulamaları neticesinde merkez bankaları reel ekonomik aktiviteyi etkileyebilmektedir. Ekonomiyi etkiledikleri bu mekanizma (Para Politikası → Para Arzı → Faiz Oranı → Toplam Talep → Üretim ve İstihdam) para politikasının, merkez bankasının para politikası araçları yardımı ile ekonomideki toplam talebi kontrol etme politikası olarak adlandırılmaktadır (Bocutoğlu, 2014: 178). Para politikasının uygulanma süreci, merkez bankalarının nihai hedeflerine ulaşabilmek amacıyla koyduğu kurallar ve bunlara göre aldığı politika kararlarına ekonomik birimlerin verdikleri tepkilerdir (Loayza ve Schmidt-Hebbel, 2002: 1). Merkez bankaları açısından para politikasına yönelik olarak alınan kararların ekonomik aktivite üzerine yansımaları son derece mühim bir olgudur. Parasal aktarım mekanizmasında yer alan kanalların önemi de bu noktada ortaya çıkmaktadır. Para politikasına yönelik yapılan bir değişiklik hangi yollardan ekonomiyi etkileyecek? Bu sorunun cevabının ortaya konabilmesi aktarım mekanizmaların ülke ekonomisi açısından net ve doğru bir şekilde belirlenebilmesine bağlı bulunmaktadır. Ancak doğru bir analiz yapılabildiği

takdirde aktarım mekanizmaları politika yapıcılar açısından yol gösterici nitelikte olabilmektedir.

3. Para Politikasının Ekonomiyi Etkileme Kanalları

Ülkelerin kendilerine özgü yapıları, çalışmalarda kullanılan metod ve incelenen dönemler gibi hususlar ampirik çalışmaların sonuçlarını etkilemektedir. Bundan dolayı da yapılan araştırmaların ortak bir görüş birliği sağlayarak üzerinde durduğu tek bir aktarım kanalından söz etmek mümkün olmamaktadır. Literatürde parasal aktarım mekanizmasının işleyişine yönelik pek çok araştırma olmasına karşın para politikası uygulamalarının ekonominin geneline yönelik etkisi net bir şekilde belirlenemediği ve aktarım kanallarının işleyiş sürecine dair fikir birliği bulunmadığı için aktarım mekanizması “kara kutu” (black box) olarak belirtilmiştir (Bernanke ve Gertler, 1995: 27). Para politikasındaki değişikliklerin reel ekonomiye yansımaları ile bunun sonucu oluşan etkilerin hangi kanallar aracılığı ile gerçekleştiğine yönelik literatürdeki hâkim görüşler, aktarım kanallarının net bir şekilde birbirinden ayırmanın mümkün olmadığını ortaya koymaktadır. Aksine, bütün aktarım kanallarının birbirini etkilediği ya da tamamladığına yönelik görüş daha yaygındır. Tüm ekonomiler, para politikasında meydana gelen değişikliklerle aynı şekilde tepki veremezler. Aktarım mekanizmalarının seçimi ve para politikasının yürütülmesindeki etkinlikleri ekonomilerin spesifik özelliklerine bağlı bulunmaktadır.

Aktarım mekanizmaları, çeşitli değişkenler ve farklı piyasaları etkileyen çeşitli kanallar aracılığı ile çeşitli hızlarda ve yoğunluklarda çalışmaktadır. Bu kanallar, en etkili politika araç setini, politika değişikliklerinin zamanlamasını ve dolayısıyla parasal otoritenin kararlarını vermede karşılaştıkları ana sınırlamayı belirlediği için son derece mühimdir (Loayza ve Schmidt-Hebbel, 2002: 2). Literatürde, parasal aktarım mekanizmalarının işleyişine yönelik iki yaklaşım bulunmaktadır: Faiz oranı değişikliklerinin kredi arzı üzerindeki etkisine yönelik kredi odaklı yaklaşımı (kredi/borç verme görüşü) ve faizlerdeki değişikliklerin yatırım ve döviz kuru üzerinde doğrudan etkisi olan parasal yaklaşım (para görünümü) (Cecchetti, 1999). Parasal aktarım mekanizmasının daha iyi anlaşılabilmesi açısından bu mekanizmada yer alan kanalların işleyişinin bilinmesi önemlidir. Politika yapıcılarının, uyguladıkları para politikasında etkinlik için aktarım kanallarından hangisinin etkin çalıştığını bilmeleri gerekmektedir.

Politika değişikliklerinin makro iktisadi göstergelere etkileri farklı kanallar aracılığı ile gerçekleşmektedir. Bu kanalların hangisinin ya da hangilerinin daha etkin ve geçerli olduğuna yönelik yapılan araştırmalarda bir görüş birliğine bulunmasa da temel aktarım kanalları; faiz kanalı, varlık fiyatları kanalı, kredi kanalı, beklentiler kanalı ve maliyet kanalı olarak sayılmaktadır.

Faiz Kanalı: Keynesyen görüşe dayalı olan bu kanal, geleneksel para politikası aktarımının temel kanalı olarak kabul edilen bir mekanizmadır (Bernanke ve Getler, 1995). Dünyada pek çok merkez bankasının parasal aktarım süreci faiz oranı aktarım süreci olarak belirtilmektedir. Faiz kanalı, para politikası kararlarındaki değişikliklerin reel faizler üzerinde etkiler meydana getirerek, tüketim ve yatırım harcamaları aracılığıyla toplam hâsıla düzeyini değiştirmeye yönelik bir aktarım süreci olarak tanımlanmaktadır (Erdoğan ve Yıldırım, 2009: 62). Parasal otoritenin gecelik faiz oranlarını değiştirmesi durumunda borçlanmanın marjinal maliyeti de değişmiş olacağı için yatırım harcamaları ile tasarruflar ve ortalama faiz oranında da değişiklikler meydana geleceği için sonuçta borç arz ve talep edenlerin nakit akışları etkilenmektedir. Bu süreç “faiz kanalı” olarak ifade edilmektedir (Kamin vd., 1998: 8). Paracı görüş olarak da nitelendirilen bu geleneksel aktarım kanalı standart IS-LM modeli ile de özdeşleşmiştir.

Varlık Fiyatları Kanalı: Para politikası uygulamaları toplam servet miktarının net değerini değiştireceği için reel ekonomi üzerinde etkiler meydana getirmektedir. Bu kanalın teorik anlamdaki dayanak noktası Modigliani'nin Yaşam Boyu Gelir Hipotezidir (Orhan ve Erdoğan, 2015: 81). Varlık fiyatları kanalı teorisine göre, genişletici bir para politikası öz sermaye fiyatlarının yükselmesine yol açarak yatırımları (Tobin'in q'sı ile) daha çekici hale getirmekte ve toplam talebi arttırmaktadır. Daha yüksek hisse senedi fiyatları, artan serveti beraberinde getirerek tüketimini ve neticede toplam talebi arttırmaktadır (Loayza ve Schmidt-Hebbel, 2002: 5). Merkez bankasının genişleyici politika uygulaması sonucunda hane halkının satın alma gücü artacağı için tüketim harcamaları artarak toplam harcamaları yükseltir ve neticede milli gelirden artış meydana gelmektedir. Sonuçta bu kanal, reel ve finansal varlıkların fiyatlarındaki değişimlerden meydana gelir ve bu fiyat değişimleri de faiz oranlarındaki değişimlerle ilgilidir (Cecchetti, 2006: 622).

Varlık fiyatları kanalları içerisinde; hisse senedi fiyatları kanalı, döviz kuru kanalı ve konut fiyatları kanalları yer almaktadır. Hisse senedi fiyatları kanalını oluşturan önemli bir teori Tobin'in q teorisidir. Buna göre, hisse senedi fiyatları değişince firmaların piyasa değerlerinde değişim meydana geleceği için sonuçta firmaların yatırım düzeyi değişmektedir (Yıldırım ve Mirasedoğlu, 2015: 110). Diğer bir kanal olan döviz kuru kanalı ise Erdoğan ve Yıldırım tarafından şu şekilde açıklanmaktadır; “*daraltıcı bir para politikası uygulanması neticesinde gecelik faiz oranlarında bir artış gerçekleştirilirse bu durum sermaye maliyetini özendirerek ve ulusal paranın değerlendirilmesine neden olarak reel kurun düşmesine ve en nihayetinde reel ekonomi üzerinde etki meydana getirmesine neden olmaktadır*” (Erdoğan ve Yıldırım, 2008: 105). Para politikası değişikliklerinde konut fiyatları üzerinden ekonomi iki farklı şekilde etkilenmektedir. Bunlardan ilki servet etkisini ifade etmektedir ve artan konut fiyatları konut sahiplerinin refah düzeylerine etki etmektedir ve bu etki ile tüketim harcamalarında değişim meydana gelerek netice itibarı ile

toplam talep ve hâsılada değişiklik meydana gelmektedir. İkinci bir etki ise Tobin'in q teorisini ile meydana gelmektedir. Bu çerçevede ise yerine koyma maliyetine nispeten konut fiyatlarında meydana gelen değişim yatırım harcamalarına etki ederek yine neticede toplam talebe ve hâsılaya etki etmektedir (Yıldırım ve Erdoğan, 2014: 20).

Beklenti Kanalı: Bu kanala yönelik yapılan ilk araştırmalar Kydland ve Prescott (1977) ile Barro ve Gordon tarafından ortaya konmuştur. Beklentilerin aktarım sürecinde mühim bir yeri bulunmaktadır ve hedef değişken olarak beklentiler seçilebilmektedir. Sürpriz enflasyonun faydalarını da ele aldıkları çalışmalarında; para politikasındaki beklenmedik genişlemelerin reel ekonomide artışa neden olacağını belirtmişlerdir (Kydland ve Prescott, 1977: 477). Para politikası uygulamalarının reel ekonomiyi ne yönde etkilediği, merkez bankalarının aldıkları ya da alacakları kararların beklentileri nasıl değiştirdiğine bağlı bulunmaktadır. Beklenti yönetiminde etkinliği sağlamayı hedefleyen bir parasal otorite için, politika eylemlerine yönelik beklenen politika hamlelerinin uyumunun yakalanması istenmektedir. İktisadi karar birimleri politika perspektifi hakkında daha net bilgiye sahip oldukları ve parasal otoritenin sinyallerini doğru şekilde yorumlayabildikleri takdirde, politika faizinin gelecekteki şekli hakkında daha doğru tahminlerde bulunabilmektedir (Mohanty ve Turner, 2008: 20). Sonuç olarak şeffaf ve güvenilir olan merkez bankalarının beklentileri etkileyebilme, yönlendirebilme güçleri olabilmektedir.

Zorunlu Karşılıkların Aktarım Kanalları: Zorunlu karşılıkların makroekonomi üzerindeki etkileri enflasyon hedeflemesi çerçevesinde; krediler üzerinde faiz riski ve likidite kanalı ile maliyet kanalları olmak üzere iki kanal ile işlemektedir (Alper ve Tiryaki, 2011: 3; Başçı ve Kara, 2011: 6). Para politikası uygulamalarının arz yönlü etkileri maliyet kanalı olarak ifade edilmektedir (Tillmann, 2008: 2). Maliyet kanalı, merkez bankasının zorunlu karşılıkların değiştirilmesi sonucu banka mevduat ve kredi faizleri arasındaki farkın etkilenmesi ile çalışan bir aktarım kanalıdır (Alper ve Tiryaki, 2011: 4). Faiz riski ve likidite kanalı ise, zorunlu karşılıklardaki değişikliklerin merkez bankası kaynaklarına olan ihtiyacı değiştirerek bankaların kredi arzlarını etkileyerek işleyen bir aktarım kanalıdır.

Paracı görüş olarak da tanımlanan faiz oranı kanalının ve varlık fiyatları kanallarının parasal aktarımdaki rolü hakkında yapılan ampirik çalışmaların bulguları, parasal şokların reel etkileri açıklamada yetersiz olduğunu ortaya koymaktadır. Özellikle 1980'lerde piyasa aksaklıklarını ele alan teorik görüşler para politikasının reel ekonomi üzerindeki sonuçlarına yoğunlaşmış ve kredi piyasalarına aktarım kanalı olarak yer veren önemli çalışmalar ortaya çıkmıştır. 1980'lerden günümüze kadar para politikasındaki değişikliklerin reel ekonomik aktiviteye yansımada kredi piyasalarının önemini vurgulayan geniş ve kapsamlı bir literatür oluşturulmuştur.

4. Kredi Kanalı

Paracı görüş çerçevesinde ele alınan geleneksel faiz kanalı, ekonomideki büyük dalgalanmaları tam açıklayamadığı için alternatif görüşlerin ortaya çıkmasına zemin hazırlamıştır. Aktarım kanalları konusunda farklı ve son yıllarda büyük ilgi gören bir yaklaşım, kredi kanalıdır. Bernanke ve Gertler kredi kanalını geleneksel aktarım mekanizması için ayrı bağımsız bir kanal olarak düşünmemektedir, bu kanalı daha çok konvansiyonel faiz oranı etkilerini güçlendiren ve yayan bir dizi faktör olarak görmektedirler. Bu nedenle, "kredi kanalı" Bernanke ve Gertler için yanlış bir ifadedir; kredi kanalı, gerçekten bağımsız veya paralel bir kanal değil, bir geliştirme mekanizmasıdır (Bernanke ve Gertler, 1995: 28). "Kredi Görüşü" adı altında aktarılan bu kanal genel olarak Neoklasik olmayan aktarım kanallarıdır ve kredi kanalı birçok alt kanalı içermektedir.

Faiz kanalı tahviller ile kredilerin tam ikame olduğu varsayımına dayanır ve kredileri parasal aktarım sürecine dâhil etmemektedir. Literatürdeki çalışmalar da parasal aktarımın faiz kanalının yanı sıra krediler sayesinde de işleyebileceğine ilişkin araştırmalara yönelmiştir. Netice olarak kredi kanalı ile faiz oranı kanalındaki iki varlıklı yapı kredilerin de eklenmesi ile üç varlıktan oluşan bir aktarım yapısına dönüşmüştür. Kredi kanalı aktarım sürecine yönelik faiz oranlarının önemine vurgu yaparak banka yapıları ile firmaların finansal yapılarına da önem vererek parasal aktarım sürecini açıklamaktadır.

2008 küresel finans krizi ile birlikte, aktarım mekanizmasının yeniden gözden geçirilmesi ihtiyacı ortaya çıkmıştır. Ayrıca bilanço kanalı ve risk alma kanallarının da daha net anlaşılması gerektiği ortaya çıkmıştır. Bir ekonomik kriz süresince ya da sonrasında, aktarım süreci, hanehalkı ve finansal sektörlerdeki zayıflama nedeni ile bozulabilmektedir. Kredi kanalının ileriki dönemlere ilişkin işleyiş sürecinin anlaşılabilmesi ilgili kararların alınabilmesi için son derece önemlidir (İgan vd., 2013: 4).

Asimetrik bilgi problemi çerçevesinde ele alınan kredi kanalı, finansal piyasaların bu probleminden dolayı düzgün bir şekilde işleyemediği görüşüne dayanarak ortaya çıkmıştır. Bu bağlamda bankalara bu problemi çözebileceği düşüncesi ile kredi kanalında ayrı bir rol verilmektedir. Kredi kanalı banka kredi kanalı ve bilanço kanalı olmak üzere literatürde iki şekilde yer edinmiştir. Bu iki alt kanala ek olarak ayrıca banka özsermaye kanalı ve ticari kredi kanalı gibi farklı kanallar da literatürde çeşitli araştırmalarda yerini almıştır.

Banka kredi kanalı, para politikası ile bankacılık sektörünün kredi arzını değiştirmesi yoluyla işleyen bir aktarım kanalı olarak tanımlanmaktadır (İnan, 2001: 4). Banka kredi kanalı parasal şokların kredi arzları üzerindeki etkilerini ortaya koyan bir aktarım kanalıdır. Banka kredileri reel ve finansal sektör arasında bir köprü görevi gördüğü için bu sektörler arasındaki ilişki ve bağlantıların analizi; olası bir bankacılık krizinin ekonomide meydana getirebileceği etkileri ortaya koyabilmek açısından büyük önem taşımaktadır. Daraltıcı bir politika uygulaması neticesinde dış finansman

konusunda banka bağımlısı firmalar için kredi hacmi daralmaktadır. Bu durum Şekil 1'deki gibi şematize edilebilir.

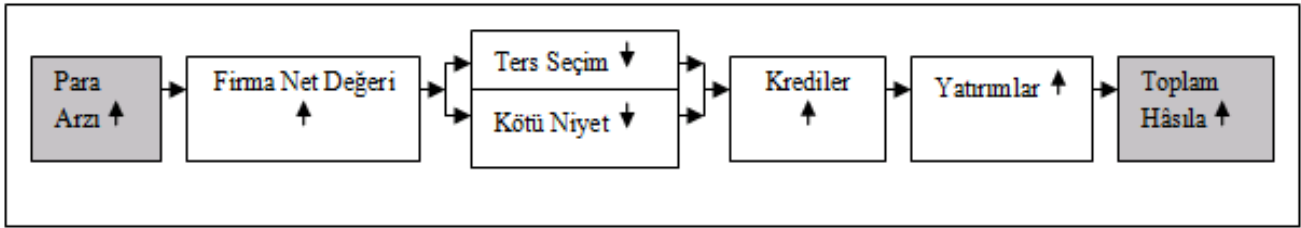
Şekil 1. Banka Kredi Kanalı Aktarım Süreci



Kaynak: Mishkin (2004: 621) ve Norrbin'den (2001: 7) derlenmiştir

Banka bilanço kanalı ise, para politikasındaki değişikliklerin, borçlu firmalar ya da hanehalkının finansal

Şekil 2. Bilanço Kanalı Aktarım Süreci



Kaynak: Mishkin'den (2004: 622) derlenmiştir.

Bilanço kanalı aynı kredi kanalı gibi asimetrik bilgi sorunundan ortaya çıkmaktadır. Bir işletmenin net değeri ne kadar az olursa, bu firmaya kredi verilmesinde ters seçim ve ahlaki tehlike sorunları artmaktadır. Firmaların net değerindeki düşüş, işletme sahiplerinin firmadaki paylarının değerinde bir azalma olduğunu ve bundan dolayı riskli yatırım projelerine girme ihtimallerinde bir artış olduğunu belirttiği için bu düşüş kötü niyet sorunu olasılığını da artırır. Firmalarca riskli yatırım projelerine girilmesi, kredilerin tahsil edilme imkânını azaltacağı için, net işletme değerindeki azalış; kredilerin hacminde ve dolayısıyla da yatırımlarda azalmaya neden olmaktadır (Mishkin, 2004: 622). Sonuç olarak net değerdeki düşüş önce kredi arzında daha sonra yatırımlarda düşüşe sebep olarak reel ekonomiyi etkilemektedir.

5. Uluslararası Kredi Kanalı

Reel ve finansal şokların ülke ekonomileri arasında aktarımı uluslararası bir makroekonomik soru olarak gündeme gelmektedir. Uluslararası bankacılık ilişkileri parasal aktarımlarda özel bir öneme sahip bulunmaktadır. Özellikle kriz dönemlerinde küresel bankaların pek çok ülkede aynı anda kredi arzlarını kısıtladığı ortak finansal şokların önemli bir rolü olmaktadır. Küresel finans kriz sonrası dönem, gelişmiş ülkelerin düşük faizleri dikkate alındığında bankacılık akımlarının gelişmekte olan piyasalara yönlendirildiği özel bir dönem olarak ifade edilmektedir (Başkaya vd., 2017: 15). Küresel bankalar 2008 mali krizinin gelişmekte olan piyasa ekonomilerine aktarılmasında önemli rol oynamıştır.

Kredi görüşüne yönelik çalışmalar literatürde genellikle kapalı ekonomi çerçevesinde ele alınmaktadır. Ancak

pozisyonları üstündeki etkilerini açıklamaya çalışan bir aktarım kanalıdır. Firmaların kredibilitesini etkileyen bir aktarım kanalı olduğu için "geniş kredi kanalı" (broad lending channel) şeklinde de tanımlanmaktadır (Hubbard, 1995: 70 ve Cecchetti, 1995: 85).

Firmaların bilançolarının, hisse senedi fiyatlarının azalan değeri nedeni ile net değerinin de düşmesi durumu bilanço etkisi olarak ifade edilmektedir. Düşen net değer, firmaların net borçlanmalarının azalmasıyla reel etkiler meydana getirmektedir (Norrbin, 2001: 6).

Parasal bir genişlemenin firmaların bilançolarını etkileme mekanizması Şekil 2'deki gibi şematize edilmektedir.

bankaların uluslararası krediler verdiği de yadsınmaz bir gerçektir. Demirgüç-Kunt vd. (1998), yabancı bankaların, ulusal bankacılık sistemi içindeki hisselerini 1995 yılı için çeşitli ülkelerde tabloştürmüşler ve yabancı bankalardaki varlıkların toplamının, toplam bankalara olan oranını % 11,2 olarak ortaya koymuşlardır.

Bunun yanı sıra Japon bankalarının ABD piyasalarındaki faaliyetleri de Peek ve Rosengren (1997) tarafından incelenmektedir. Bu çalışma Japon banka kredilerindeki azalışın, Japon stok değerlerinde meydana gelen daralmanın uluslararası olarak ABD'ye aktarıldığı hipotezini doğrulamaktadır. Özellikle, Japon bankalarının ABD şubelerinin ana şirketlerinin sermaye pozisyonlarındaki düşüşler sırasında kredileri azalttığını ortaya konmuştur. (Peek ve Rosengren, 1997: 495). Bu çerçevedeki küresel bankacılık faaliyetleri kredi kanalının açık ekonomi kapsamında da incelenmesi gerektiğini ifade etmektedir. Bankacılık ve finansal sistemdeki artan küreselleşme ile ekonomideki kurumsal özellikler, bankacılık sistemi ile diğer ülkelere iç şokların aktarılması için uygun bir çerçeve oluşturmaktadır. Peek ve Rosengren'in (1997) Japon bankaları için ortaya koyduğu bu temel sonuç için dört temel çıkarım yapılmaktadır;

- (i) Bankaların, büyük çaplı hisseleri bu bankaları borsadaki gerilemelere karşı duyarlı hale getirmektedir.
- (ii) Sermaye gereksinimlerinin güçlendirilmesi; banka bilanço yönetiminin banka stoklarının değerinde meydana gelen değişikliklere daha duyarlı hale getirmektedir. Bu durum, bankacılık sektörünün

kredi arzındaki düşüşlerle birlikte hisse senedi fiyat şokunun diğer ülkelere aktarılmasını sağlamaktadır.

- (iii) Banka-firma kredilendirme ilişkilerinin güçlü olması, bankaların kredilerini uzun vadeli yerli müşterilere indirgemesine neden olmaktadır.
- (iv) Bankacılık sisteminin uluslararası varlığı, bankaların varlıklarını ve yurtdışı kredi sağlamalarını önemli ölçüde değiştirerek, yerli firmaları dış şoklardan uzaklaştırmaktadır.

Rus borçlarını uluslararası bankalara bir likidite şoku olduğunu kabul ederek, bu şokun Peru bankalarının borç verme üzerindeki etkisini analiz eden Schnabl (2012), likidite şokunun iki şart altında uluslararası kredilendirmeyi etkilediğini belirtmektedir. Bu iki koşul (Schnabl, 2012: 899);

- (i) Bankaların diğer finans kaynaklarına erişerek şoku telafi edememeleri,
- (ii) Firmaların bankaları değiştirerek veya başka bir yerden borç alarak şoku telafi edememesidir.

Suzuki'de (2008) Peek ve Rosengren'nin (1997) çalışmasındaki benzer (ABD piyasalarında faaliyet gösteren Japon bankalarına odaklanan benzer) bir hipotezi test etmektedir. Peek ve Rosengren'in (1997) varsayımı, Japonya kaynaklı dışsal şokların ABD bankacılık piyasasında borç verilebilir fonları azaltmasıdır. Bu hipotez, ABD bankacılık piyasasında faaliyet gösteren Japon bankalarının bilançolarına ilişkin panel verileri ile test edilmiştir. Suzuki'nin çalışması ile uluslararası kredi görüşünü önermiştir. Avustralya ve Yeni Zelanda için yaptığı bu çalışmada; A ve N olarak iki ülke olduğunu varsaymıştır. A'daki bankaların N'deki bankacılık piyasasına hâkim olduğu ifade ederek, A ülkesindeki parasal sıkılaştırmanın bu ülkedeki kredi verilebilir fonları kısacağını belirtmiş ve açık bir ekonomi durumunda N ülkesinden A ülkesine bankalardaki fonların yeniden tahsis edilebileceğini ortaya koymuştur. Sonuç olarak, N ülkesinde borç verilebilir fonlarda azalma meydana gelmesiyle, bu ülkedeki bankalara finansman açısından bağımlı olan borçluların harcamalarında azalma olmaktadır (Suzuki, 2008: 397). Suzuki çalışmasında bu gerekçenin uluslararası kredi görünümüne yol açtığını belirtmektedir.

Suzuki (2008), Avustralya'da parasal sıkılaştırmanın ardından Yeni Zelanda'da reel GSYİH'nın düştüğünü ortaya koymaktadır ve Yeni Zelanda'da reel GSYİH'nın azalması iki yoruma sahip bulunmaktadır (Suzuki, 2008: 404);

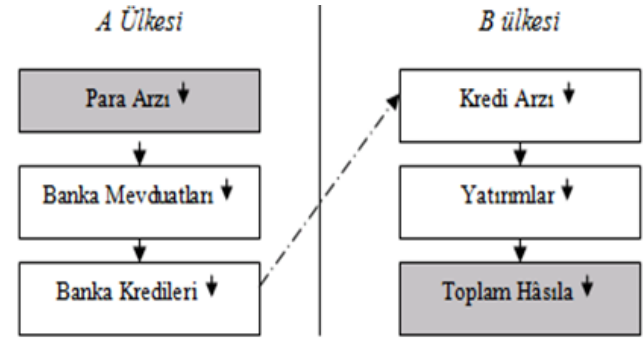
- (i) Kredi arz eğrisinin sola kayması, bankaya bağımlı borçluların Yeni Zelanda'daki harcamaları azaltmaya zorlamasıdır. Bu uluslararası kredi görünümü ile tutarlıdır.
- (ii) Parasal daralmanın Avustralya'daki toplam talebi azaltması ve böylece Yeni Zelanda'dan Avustralya'ya net ihracatın azalmasıdır.

Bu, Avustralya para politikası şokunun Yeni Zelanda'nın reel ekonomisini etkilediği başka bir aktarım mekanizmasının varlığına işaret etmektedir. Birden fazla para politikası kanalı etkin olabileceği için ikinci yorum bile uluslararası kredi kanalını inkar etmemektedir.

Bu kanal, "bir ülkede meydana gelen parasal şokların, iki ülke arasında bankaların kredi fonlarının yeniden dağıtım yolu ile bir diğerine aktarılması" şeklinde tanımlanmaktadır (Suzuki, 2008: 397). Uluslararası kredi kanalı, ABD gibi güçlü ekonomiye sahip olan bir ülkedeki parasal otoritenin faiz oranı değişiklikleri gibi uyguladığı para politikası değişikliklerinin öteki ülkelerdeki faiz oranları üstünden kredi arzını etkileyişini inceleyen bir kanaldır.

Uluslararası kredi kanalının işleyiş sürecini açık ekonomi varsayımı ile A ve B olmak üzere iki ülke varsayımı altında Şekil 3'deki gibi şematize edilebilir.

Şekil 3. Uluslararası Kredi Kanalı Aktarım Süreci



Şekilde görüldüğü gibi bir ülkede (A ülkesi) meydana gelen parasal daralma, başka bir ülkede (B ülkesi) kredi arzını düşürerek toplam hâsılaya etki etmektedir.

Kısacası, özellikle gelişmekte olan ülkelerdeki bankalar, finansal sistemin önemli bir unsuru olarak kabul edilir ve kredi arzları ile makro büyüklükleri etkilerler. Bu anlamda para politikası uygulamaları sonucunda bankaların kredi hacimlerinde meydana gelen sınırlamalar ya da genişlemeler aynı doğrultuda yatırım harcamaları ile tüketim harcamalarını etkileyerek reel ekonomiye yansımaktadır.

6. Literatürde Uluslararası Kredi Kanalına Yönelik Araştırmalar

Para politikası aktarım kanallarını açıklamaya yönelik pek çok çalışma bulunmaktadır. Özellikle son yıllarda, kredi piyasalarının ve özellikle bankaların rolüne dikkat çeken çalışmaların sayısı oldukça artmıştır. Bir yandan, asimetrik bilgi sorunu çerçevesinde finansal sözleşmelerdeki son gelişmelere dayanan kuramsal literatür gelişirken (Batthacharya ve Takhor, 1993; Bernanke, 1993), öte yandan para politikasının etkinliğini analiz amaçlı yapılan ampirik araştırmalar, özellikle banka kredileri olmak üzere finansal değişkenleri giderek daha fazla inceleme altına almıştır.

Bankaların para politikasının aktarılmasında rol oynadığı konusunda literatürde yaygın bir anlaşma söz konusu olsa da, bankaların oynadığı kesin rol konusunda ciddi tartışmalar yaşanmaktadır. Çeşitli teorik ve ampirik araştırmalarda, parasal şokların reel verilere aktarılması için kredi kanalında faizler yeniden gündeme getirilmiştir. Çeşitli araştırmalar, merkez bankası eylemlerinin, kısmen kredi arzında kaymalar yaratarak, hâsılayı etkilediğini vurgulamaktadır. Aksine, aktarım mekanizmasının geleneksel Keynesyen analizi, kredi arz şokundan söz etmemektedir.

Uluslararası kredi kanalına yönelik bazı önemli çalışmalar aşağıda belirtilmiştir.

Peek ve Rosengren (1997), Japon hisse senedi fiyatlarındaki keskin düşüşün ABD'nin Japon ana banka şubeleri aracılığıyla ABD'ye aktarılmasının ne kadar önemli olduğunu araştırmak için ABD bankacılık verilerini, ABD'deki Japon banka kredileme işlemlerinin büyüklüğü sayesinde kullanarak uluslararası aktarım mekanizmasında finansal şokların etkisi incelemiştir. ABD kredi talebinden bağımsız olarak ABD banka kredilerinde meydana gelen bir arz şokunun; Japon borsalarındaki düşüşle bağlantılı olarak, ABD'deki ekonomik ve istatistikî açıdan önemli olan Japon bankalarının borç vermede bir azalmaya yol açtığını ortaya koymuşlardır. Japon hisse senedi fiyatlarındaki beklenmedik dalgalanmalar iç mali şoklar iken, Japon ekonomisinin benzersiz kurumsal özellikleri, Japon bankacılık sisteminin davranışı yoluyla bu tür şokların diğer ülkelere aktarılması için özellikle uygun bir çerçeve oluşturmuştur. Araştırmadan çıkan temel sonuç; risk bazlı sermaye oranı 1 puan düşünce; ABD şubelerindeki toplam krediler yaklaşık % 6'lık (yıllık bazda) bir düşüş yaşar ve bu da istatistiksel olarak önemli bir azalmadır.

De Bondt (1998), Avrupa ülkelerindeki kredi kanalının kanıtlarını test etmek için ayrıştırılmış banka verilerini ilk kullanan ilk çalışmadır. 1990-1995 dönemi için, 6 Avrupa ülkesini banka düzeyinde panel veri yöntemi ile incelemiştir. İncelenen dönemde, para politikasının duruşundaki değişimlere (kısa vadeli faiz oranları) tepki gösteren farklı özelliklere sahip Avrupa bankalarının (bilanço büyüklüğü ve likidite açısından) önemli farklılıkları olup olmadığını test etmektedir. Çalışmasının bulgularına göre Hollanda, Belçika ve Almanya'da banka kredi kanalı güçlü şekilde işlerken; İngiltere, Fransa ve İtalya'da banka kredi ve bilanço kanallarının işlememektedir.

Bacchetta ve Ballabriga (2000), 13 Avrupa ülkesi ve ABD'ye yönelik olarak VAR modeli ile parasal bir sıkılaşma karşısında banka kredilerinin verdiği tepkileri ölçmüşlerdir. Banka kredi kanalını; sanayi üretim ve tüketici endeksi ile kısa dönem faiz oranı ve banka mevduatları, banka kredileri, banka rezervleri gibi değişkenlerini ele alarak incelemiştir. Sonuç olarak para politikası uygulamalarının banka kredilerinin arzını etkilediğini ortaya koymuşlardır. Çalışmalarının bulguları, banka kredilerinin rolünün aktarım mekanizmasında önemli olduğu

yönündedir. Krediler ile hâsılanın para politikası değişimlerine karşı tepkilerinin eşanlı olmaya yatkın olduğunu ortaya koymuşlardır. Çoğu Avrupa ekonomisinin bilanço kalemlerinin parasal bir sıkılaşmaya, ABD ekonomisi ile eş tepkiler verdiği, banka mevduatlarının kısa vadede kredilere oranla daha çok düştüğü fakat orta vadede banka kredilerindeki azalışın mevduattaki azalıştan daha güçlü olduğu çalışmalarının bulguları arasındadır.

Dedola ve Lippi (2000), 5 OECD ülkesine yönelik 1975-1997 arası dönemde imalat sektörüne ait aylık verileri yapısal VAR analizi ile incelemiştir. Araştırma bulgularına göre, incelenen ülkelerde kredi kanalı, para politikası uygulamalarının etkilerini açıklayan etkili bir değişkendir.

Ehrmann vd. (2001), iki farklı veri kümesine yönelik, banka mikro verileri ile ortaya koydukları çalışmalarının bulgularına göre, banka kredilerinin sıkılaştırıcı bir para politikasından sonra hem Euro bölgesinde hem de ulusal düzeyde daraldığı görülmektedir. Para politikası uygulamalarına karşı bankaların tepkisinin likiditeye bağlı olarak değiştiğini ortaya koymuşlar, düşük likiditeye sahip bankaların para politika değişikliklerine daha güçlü yanıt verdiğini belirtmişlerdir.

Altunbaş, Fazylov ve Molyneux (2002), Avrupa'da banka kredisi kanalıyla ilgili kanıtları incelemek için banka kredilerinin 1991 ve 1999 yılları arasındaki para politikası duruşundaki değişimlere olan tepkisini tahmin etmek için banka bilanço verilerini kullanmışlardır. Avrupa Parasal Birliği'ne üye olan 11 ülkede panel veri yöntemini ile banka kredi kanalının etkinliğini incelemiştir. Bankalar aktif büyüklükleri ve sermaye güçlerine göre gruplandırılarak, bu iki unsurun banka kredi kanalının işleyişinde önemli bir etken olup olmadığını ortaya koymaya çalışmışlardır. Sonuç olarak, düşük sermayeli bankaların, para politikası değişikliklerinden daha çok etkilendiğini belirlemişlerdir. Ele aldıkları ülkeler içerisinde banka kredi kanalının yalnızca İtalya ve İspanya'da işlediği ortaya konmuş, Avrupa Parasal Birliği'ne üye olan daha küçük ülkelerdeki sermayesi düşük olan bankalarda kredi kanalının daha etkin işlediği belirtilmiştir.

Safaei ve Cameron (2003), Orta ve Doğu Avrupa ülkelerine yönelik olarak, 1998-2006 arası dönemde, banka verilerini ele aldıkları çalışmalarında VAR yöntemini kullanmışlardır. Banka kredi kanalının etkinliğini araştırmışlardır ve çalışmalarının bulgularına göre, sıkı para politikası sonucu banka kredi miktarındaki değişiklikler bankaların karakteristik yapılarına göre değişiklik göstermekte ve küçük ölçekteki bankalar politika değişikliklerinden daha fazla etkilenebilir.

Pizarro-Barcelo (2003), Avrupa Birliğine üye ülkelere yönelik yaptığı çalışmada, farklı finansal yapılarının banka kredi kanalı üzerindeki etkisini VAR yöntemi kullanarak incelemiştir. Araştırma bulgularına göre, farklı finansal yapılar sayesinde aktarım mekanizmasının etkilerinde ülkeler arasında farklılaşmalar ortaya çıkmıştır. Para politikasındaki değişiklikler, Almanya'nın üretim

üzerindeki nispeten daha büyük bir etkiyi ortaya koymuş, İngiltere ve İtalya ekonomilerindeki etkinin nispeten daha küçük olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

De Bondt (2004), Euro bölgesinde kurumsal tahvil piyasası verilerini ele aldığı çalışmada VAR modelini kullanarak bilanço kanalının etkinliğini araştırmış ve yüksek enflasyon dönemlerindeki sıkı para politikasının bilanço kanalını etkilediğini ortaya koymuştur. Sıkı para politikası faizleri yükselteceği için kısa vadeli faizlerle borçlanan firmalarda nakit akımları olumsuz etkilenecek ve kredibiliteleri düşecektir. Sonuç olarak dış finansman primi yükselerek, reel ekonomide olumsuz sonuçlar meydana gelir.

Ferreira (2007), Avrupa Parasal Birliği üyesi ülkelerde kredi kanalının etkinliğini incelediği çalışmada, 1990- 2002 döneminde, panel data yöntemini kullanarak, banka performansının önemini ortaya koymaya çalışmıştır. Çalışmanın bulgularına göre; kredi kanalının parasal aktarımın temel bir kanalı olduğunu belirtmiştir.

Suzuki (2008), Yeni Zelanda, ABD ve Avusturya'ya yönelik incelediği değişkenler ile 1988–2005 döneminde VAR modeli ile; Avustralya'da oluşan parasal bir şokun ABD'yi, Yeni Zelanda'da oluşan bir şokun ise ABD ile Avustralya'yı eş zamanlı olarak etkilemediğini varsayarak incelemiştir. Çalışmanın sonucunda uluslararası kredi kanalının geçerli olduğunu belirtmiştir. Önemli ve sağlam bir bulgu, Avustralya'daki parasal daralmanın ardından kredilerin arzının Yeni Zelanda'da değişmesidir. Avustralya'da parasal sıkılaştırmanın ardından Yeni Zelanda'da reel GSYİH'nin düştüğünü ortaya koymuştur. Avustralya'da parasal daralma, Yeni Zelanda'da kredilerin arz şeklini değiştirmektedir. Bu, Avustralya para politikasının Yeni Zelanda'nın reel ekonomisini etkilediğini göstermektedir.

Schnabl (2012), 1998'deki Rus borçlarını uluslararası bankalara olumsuz bir likidite şoku olarak yorumlayarak, Peru'daki banka kredileri üzerindeki etkisini analiz etmiştir. Gelişmekte olan piyasalarda banka likidite şoklarının uluslararası aktarımını incelediği çalışmasının sonuçları; uluslararası bankaların ülkelere likidite şoku aktardığı ve olumsuz likidite şoklarının etkilenen ülkelerde banka kredilerini azalttığını göstermektedir. Bu çalışmada, bankaların likidite şoklarının ülkeler arasında geçişini analiz edilmiştir. Sonuçlar, bir ülkeden başka bir ülkeye uzanan bir likidite şokunun aktarımı sağladığı yönündedir. Aktarım kanalı bankalar arasında uluslararası kredi verme yoluyla gerçekleşmektedir. Araştırma bulguları, uluslararası bankalar arasındaki kredilendirmenin banka likidite şokları için bir aktarım kanalı oluşturduğunu göstermektedir.

Passamani ve Tamborini (2013), Euro'ya geçiş döneminden öncesini ve geçiş sonrası banka kredi kanalının etkinliğini ele aldıkları çalışmalarında, Johansen-Juselius CVAR yöntemi ile İtalya ve Almanya için Euro'ya kıyasla karşılaştırılmasını sağlamıştır. Sonuç olarak, banka kredi kanalının hem Euro dönemi öncesi hem de Euro'ya geçiş sonrasında etkili bir şekilde işlediği bulgusuna ulaşılmıştır.

Ciccarelli, Maddaloni ve Peydro (2010), 2002–2009 arası dönemde 12 ülkeye yönelik verileri VAR analizi metodu ile incelemiştir. Araştırmalarının sonucunda ise, kredi kanalının hanehalkı, firma ve banka bilançolarını etkilediği belirtilmiştir. Ayrıca para politikasının etkinliği artırdığı ve kredi kanalının bilanço kanalından daha etkin olduğu ortaya konmuştur.

Yıldırım (2013); Avrupa Parasal Birliği'ne üye 12 ülkenin parasal aktarım mekanizmasının banka kredi kanalının etkinliğini ekonomik entegrasyon çerçevesinde, 2003–2010 dönemi için yıllık verilerle analiz eden çalışmada para politikası faiz oranlarının kredi hacminde anlamlı bir etkisinin bulunmadığını ortaya koymuştur. Banka kredi kanalının incelenen dönemde etkinliğini kaybettiği belirlenmiştir.

Choi (2018), ABD'deki finansal belirsizlik şoklarının gelişmekte olan piyasa ekonomilerine olan etkilerini uluslararası kredi kanalı çerçevesinde incelediği çalışmada, VIX'deki artışla ölçülen ABD mali belirsizlik şoklarının, son yirmi yılda ABD'de çıktıda önemli bir etki yaratmadan gelişmekte olan piyasa ekonomilerinin çıktısı üzerinde önemli bir etkisi olduğunu ortaya koymuştur. Bir denge modelinden türetilen yapısal vektör otoregresyonları (VAR), 18 gelişmekte olan ülkeden elde edilen veriler kullanılarak 1994–2013 dönemi için analiz edilmiştir. Sonuç olarak, gelişmekte olan ekonomilerde borçlanma konusundaki daha sıkı kısıtlamalar, yatırımda düşüşe yol açmakta, bu da sektörel bağlantılar yoluyla toplam üretimde reel bir değer kaybı ve düşüşe yol açmaktadır.

Finans şirketlerinin sistemin şoklarını piyasalar arasında aktarıp aktarmadığı ve böyle bir şokun reel ekonomik aktiviteyi etkileyip etkilemediği önemli bir finansal sorundur. Finansal sistemleri dışa açık olan ekonomiler açısından parasal aktarımın kredi kanalı daha komplike bir yapıdadır ve bu yapı, bankacılık sektörü ile finansal sistemin yapısına bağlı olarak çalışan bir süreç olmasından ötürü literatürdeki araştırmaların çeşitli ülkeler bağlamında yorum ayrılıkları yaşaması doğal bir sonuçtur. Aktarıma yönelik olarak yapılan çeşitli çalışmalar aynı ülkeleri ele alsalar dahi farklı sonuçlar ortaya koyabilmektedirler. Aktarım mekanizmasındaki yorumsal farklılıklar buna neden olabilmektedir. Bu yorum farklılıkları ise ampirik analizlerde ele alınan değişkenlerin farklı olmasına yol açarak çalışmaların sonuçlarını farklılaştırmaktadır.

7. Sonuç ve Değerlendirme

Para politikası karar organlarının sorumluluğunun büyüklüğü dikkate alındığında, parasal şokların aktarım mekanizmalarını, para politikasının uygun şekilde yürütülmesini, etkilerin reel ekonomi üzerindeki etkisini ve yoğunluğunu anlamak son derece önemlidir. Parasal şokların etkilerini açıklayan literatüre göre para politikası, reel ekonomi üzerinde (finansal krizler sırasında bile), sürekli çeşitlilik gösteren ve aynı anda hareket eden çeşitli kanallar vasıtasıyla önemli bir etkiye sahiptir. Parasal şokların aktarım kanallarının rekabet ve etkin piyasalar

açısından ekonomiye aktarımını göz önüne alırsak, faiz ve varlık fiyatları kanallarına önem verilmektedir. Bunun yerine, piyasa kusurlarının varlığı halinde kredi kanalına öncelik verildiği görülmektedir.

Banka kredi kanalı, para otoritesinin politika uygulamalarıyla reel ekonomiyi yönlendirdiği önemli araçlardan biridir. Bu çalışma uluslararası kredi görüşünü önermektedir: Bir ülkede ortaya çıkan para politikası şoku, bankaların borçlandırılabilir fonların yeniden tahsis edilmesi yoluyla bir diğerine iletilmektedir.

Mali sistemdeki son değişiklikler, aktarım mekanizmasının niteliğini belirleme ihtiyacını artırmış, kredi kanalının gücünü ölçmeye yönelik yapılan çalışmalar genellikle FED'in reel ekonomiyi kredi verme kanalıyla etkileme kabiliyetinin zaman içinde azaldığını göstermiştir. Bu durum ise genellikle bankaların kredi fonları yükseltme maliyetini düşüren ve para politikasından izole eden finansal yeniliklere bağlanarak açıklanmıştır. Kredi kanalının reel ekonomiyi etkileyen temel kanal olması durumunda, para politikasının gelecekte ekonomi üzerinde daha küçük bir etkisi olacağı belirtilmiştir.

Merkez bankalarının etkisinde olan kısa vadeli faizlerdeki değişimler, bankaların kredi faizlerine yansıdığı ölçüde reel ekonomide yansımalar meydana getirmektedir. Merkez bankaları araç çeşitliliğine yönelerek kredi kanalını etkileyebileceği yapılar oluşturmaları gerekmektedir.

1990'larda çeşitli çalışmalar banka kredisi kanalının varlığını test etmeye çalışmıştır. Bunlar, ABD başta olmak üzere, tipik olarak, banka kredisi ve diğer varlık ve mevduat kategorilerinin, federal fon oranındaki değişikliklerle birlikte para politikası duruşundaki değişikliklere verdiği tepkiyi araştırmıştır. Ayrıca yapılan çalışmalar, para politikasının bankalar için farklı bir etkiye sahip olup olmadığını da araştırmaktadır: Farklı aktif büyüklüğü (Kashyap ve Stein, 1995); varlık büyüklüğü ve likidite (Kashyap ve Stein, 1997); varlık büyüklüğü ve sermaye gücü (Kishan ve Opiela, 2000). Bütün bu çalışmalar banka kredisi kanalının bulunduğunu ve bunun esas olarak küçük bankalar aracılığıyla iletildiğini ortaya koymaktadır. Banka kredi kanalı da, bu küçük bankalar nispeten likit olmayan ya da düşük sermaye yapısına sahip olduğunda güçlendirilmektedir. Kısaca bulgular, küçük bilanço kısıtlı bankalar için bir banka kredisi kanalının mevcut olduğunu güçlü bir şekilde göstermektedir.

İncelenen literatürdeki ampirik araştırmaların bulgularına göre;

- (i) Banka kredilerinde meydana gelen arz şokları, diğer ülkelerdeki banka kredilerinde bir azalmaya yol açmaktadır.
- (ii) Çoğu Avrupa ekonomisinin bilanço kalemleri parasal bir daralmaya, ABD ekonomisi ile eş tepkiler vermektedir, banka mevduatları kısa vadede kredilere oranla daha çok düşmektedir fakat orta

vadede banka kredilerindeki azalış mevduattaki azalıştan daha güçlü olmaktadır.

- (iii) İncelenen pek çok ülkede kredi kanalı, para politikası uygulamalarının etkilerini açıklayan etkili bir değişkendir.
- (iv) Banka kredilerinin daraltıcı bir para politikasından sonra hem Euro bölgesinde hem de ulusal düzeyde daraldığı görülmektedir.
- (v) Sıkı para politikası sonucu banka kredi miktarındaki değişiklikler bankaların karakteristik yapılarına göre değişiklik göstermekte ve küçük ölçekteki bankalar politika değişikliklerinden daha fazla etkilenmektedir.
- (vi) Farklı finansal yapılar sayesinde aktarım mekanizmasının etkilerinde ülkeler arasında farklılaşmalar ortaya çıkmaktadır.
- (vii) Uluslararası bankalar ülkelerine likidite şoku aktarmaktadır ve olumsuz likidite şokları etkilenen ülkelerde banka kredilerini azaltmaktadır.

Özetle, uluslararası kredi görünümü pek çok araştırma tarafından güçlü bir şekilde desteklenmektedir ve bu kanal parasal aktarımın temel bir kanalıdır. Uluslararası kredi kanalına yönelik yapılan araştırmalar bu kanalı tam olarak açıklamada yetersiz kalmaktadır ve kredi kanalının bu anlamda farklı araştırmalarla desteklenmesine ihtiyaç bulunmaktadır.

Kaynakça

- Alper, K., & Tiryaki, T. (2011). Zorunlu karşılıkların para politikasındaki yeri. *TCMB Ekonomi Notları*, 8, 1-10.
- Altunbaş, Y., Fazylov, O., & Molyneux, P. (2002). Evidence on the bank lending channel in Europe. *Journal of Banking & Finance*, 26(11), 2093-2110.
- Bacchetta, P., & Ballabriga, F. (2000). The impact of monetary policy and banks' balance sheets: some international evidence. *Applied Financial Economics*, 10(1), 15-26.
- Başçı, E., & Kara, H. (2011). *Finansal istikrar ve para politikası*. TCMB Çalışma Tebliği, Tebliğ No: 11-08, 1-21.
- Baskaya, Y. S., Di Giovanni, J., Kalemli-Özcan, Ş., Peydró, J. L., & Ulu, M. F. (2017). Capital flows and the international credit channel. *Journal of International Economics*, 108, 15-22.
- Bernanke, B. S. (1993). Credit in the Macroeconomy. *Quarterly Review-Federal Reserve Bank of New York*, 18, 50-50.
- Bernanke, B. S., & Gertler, M. (1995). Inside the black box: the credit channel of monetary policy transmission. *Journal of Economic Perspectives*, 9(4), 27-48.

- Bhattacharya, S., & Thakor, A. V. (1993). Contemporary banking theory. *Journal of financial Intermediation*, 3(1), 2-50.
- Bocutoğlu, E. (2014). *Makro İktisat: Teoriler ve Politikalar*. Bursa: Ekin Yayınevi.
- Cecchetti, S. G. (1995). Distinguishing theories of the monetary transmission mechanism. *Review-Federal Reserve Bank of Saint Louis*, 77(3), 83-83.
- Cecchetti, S. G. (1999). Legal structure, financial structure, and the monetary policy transmission mechanism. *Fed Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, 5(2), 9-28.
- Cecchetti, S. G. (2006). *Money Banking and Financial Markets*. New York: McGraw-Hill Education.
- Choi, S. (2018). The impact of US financial uncertainty shocks on emerging market economies: an international credit channel. *Open Economies Review*, 29(1), 89-118.
- Ciccarelli, M., Maddaloni, A., & Peydró, J. L. (2010). *Trusting the bankers: A new look at the credit channel of monetary policy*. European Central Bank Working Paper Series. WP No. 1228. (Accessed on 20.05.2018), <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1228.pdf>
- Çiçek, M. (2005). Türkiye'de Parasal Aktarım Mekanizması: VAR (Vektör Otoregrasyonu) Yaklaşımıyla Bir Analiz. *İktisat İşletme ve Finans*, 20(233), 82-105.
- De Bondt, G. J. (1998). *Credit channels in Europe: Bank level panel data analyses*. De Nederlandsche Bank Research Memorandum Wo&E, No: 543/9813. (Accessed on 20.05.2018), https://www.dnb.nl/en/binaries/wo0543_tcm47-145884.pdf
- De Bondt, G. J. (2004). The balance sheet channel of monetary policy: first empirical evidence for the euro area corporate bond market. *International Journal of Finance & Economics*, 9(3), 219-228.
- Dedola, L., & Lippi, F. (2005). The monetary transmission mechanism: evidence from the industries of five OECD countries. (Accessed on 20.05.2018), <http://fmwww.bc.edu/RePEc/es2000/1833.pdf>
- Demirgüç-Kunt, A., Levine, R., & Min, H. G. (1998). Opening to foreign banks: Issues of stability, efficiency, and growth. In: Allan Meltzer (Ed.), *The implications of globalization of world financial markets*, 83-115. Seoul, Korea: Bank of Korea.
- Ehrmann, M., Gambacorta, L., Martinez-Pages, J., Sevestre, P., & Worms, A. (2001). *Financial systems and the role of banks in monetary policy transmission in the Euro area*, European Central Bank Working Paper Series, WP No: 105.
- Erdoğan, S., & Yıldırım, D. Ç. (2008). Türkiye'de döviz kuru kanalının işleyişi: VAR modeli ile bir analiz. *İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*, 39, 94-108.
- Erdoğan, S., & Yıldırım, D. Ç. (2009). Türkiye'de Faiz Kanalı ile Parasal Aktarım Mekanizması. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, 4(2), 57-72.
- Erdoğan, S., & Yıldırım, D. Ç. (2014). Parasal aktarım mekanizması konut fiyatları kanalı üzerine ampirik bir analiz. *The Journal of Social Sciences Research*, 23, 19-32.
- Ferreira, C. (2007). The bank lending channel transmission of monetary policy in the emu: a case study of Portugal. *European Journal of Finance*, 13(2), 181-193.
- Hubbard, R. G. (1995). Is there a credit channel for monetary policy. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, May-June 1995, 63-77.
- Igan, D., Kabundi, A., De Simone, F. N., & Tamirisa, N. (2013). *Monetary policy and balance sheets*. IMF Working Paper, WP/13/158. (Accessed on 20.05.2018), <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2013/wp13158.pdf>
- İnan, E. A. (2001). Parasal Aktarım Mekanizması Kredi Kanalı ve Türkiye. *Bankacılar Dergisi*, 39, 3-19.
- Kamin, S., Turner, P., & Van Oudiz, J. (1998). The transmission mechanism of monetary policy in emerging market economies: an overview. Bank for International Settlements, BIS Papers No: 3, 4-64.
- Kashyap, A. K., & Stein, J. C. (1995). The impact of monetary policy on bank balance sheets. In: *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* (Vol. 42, pp. 151-195). North-Holland.
- Kashyap, A. K., & Stein, J. C. (1997). The role of banks in monetary policy: A survey with implications for the European monetary union. *Economic Perspectives-Federal Reserve Bank of Chicago*, 21, 2-18.
- Kishan, R. P., & Opiela, T. P. (2000). Bank size, bank capital, and the bank lending channel. *Journal of Money, Credit & Banking*, 32(1), 121-121.
- Kydland, F. E., & Prescott, E. C. (1977). Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans. *Journal of political economy*, 85(3), 473-491.
- Loayza, N., & Schmidt-Hebbel, K. (2002). Monetary policy functions and transmission mechanisms: an overview. In: Loayza, Norman & Klaus Schmidt-Hebbel (Ed.), *Monetary Policy: Rules and Transmission Mechanisms*, 1-20. Chile: Central Bank of Chile.
- Mishkin, F. S. (1996). *The channels of monetary transmission: lessons for monetary policy*. National Bureau of Economic Research. (No. w5464), 2-15.

- Mishkin, F. S. (2004). *The economics of money, banking, and financial markets*. Boston, Pearson: Addison Wesley.
- Mohanty, M., & Turner, P. (2008). Transmission Mechanisms for Monetary Policy in Emerging Market Economies. *Bank for International Settlements*, 35, 1-59.
- Norrbin, S. (2000). *What Have We Learned from Empirical Tests of the Monetary Transmission Effect*. Sveriges Riksbank Working Paper Series, WP No: 121. (Accessed on 20.05.2018), <https://pdfs.semanticscholar.org/de24/bb62e8ffc8180aabf5462a3e04e1b855e7b.pdf>
- Orhan, Z. O., & Erdoğan, S. (2015). *Para Politikası*. Kocaeli: Umuttepe Yayınları.
- Passamani, G., & Tamborini, R. (2013). Monetary policy through the 'credit-cost channel': Italy and Germany pre-and post-EMU. *Applied Economics*, 45(29), 4095-4113.
- Paya, M. (2013). *Para Teorisi ve Para Politikası*. İstanbul: Türkmen Kitabevi.
- Peek, J., & Rosengren, E. S. (1997). The international transmission of financial shocks: The case of Japan. *The American Economic Review*, 87(4), 495-505.
- Pizarro-Barceló, R. (2003). The Bank Credit Channel and the Asymmetric Effects of Monetary Policy in the Euro Area. In: *IIIemes Journees D'Estudes Jean Monet*, University Montesquieu Bordeaux IV, 18-19 June.
- Safaei, J., & Cameron, N. E. (2003). Credit channel and credit shocks in Canadian macrodynamics-a structural VAR approach. *Applied Financial Economics*, 13(4), 267-277.
- Schnabl, P. (2012). The international transmission of bank liquidity shocks: Evidence from an emerging market. *The Journal of Finance*, 67(3), 897-932.
- Suzuki, T. (2008). International credit channel of monetary policy: An empirical note. *Australian Economic Papers*, 47(4), 396-407. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8454.2008.00357.x>
- Taylor, J. B. (1995). The monetary transmission mechanism: an empirical framework. *Journal of Economic Perspectives*, 9(4), 11-26.
- Tillmann, P. (2008). Do interest rates drive inflation dynamics? An analysis of the cost channel of monetary transmission. *Journal of Economic dynamics and Control*, 32(9), 2723-2744.
- Yıldırım, D. Ç. (2013). The effectiveness of the credit channel in the Eurozone. *The Journal of Academic Social Science Studies*, 6(7), 1251-1264.
- Yıldırım, D. Ç., & Erdoğan, S., (2014). Parasal aktarım mekanizması konut fiyatları kanalı üzerine ampirik bir analiz. *The Journal of Social Sciences Research*, 23, 19-32.
- Yıldırım, D. Ç., & Mirasedoğlu, M. U. (2015). Aktarım Mekanizmasının Hisse Senedi Fiyatları Kanalına Etkinliğine İlişkin Bir Analiz. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 16(2), 105-126.